

スマート β 指数を用いた 株式ポートフォリオのスタイル分析

目次

- I. はじめに
- II. スマート β ファクターについて
- III. 株式スタイル分析の概要
- IV. 分析結果と考察
- V. 終わりに

受託運用部 ポートフォリオ運用第1G ポートフォリオマネージャー 中畑 友宏
年金運用部 運用プランナーG シニア運用コンサルタント 林 匡史

I. はじめに

年金運用における株式プロダクトの選択として資産ベンチマークに対する従来型の時価加重型パッシブ運用や市場ベンチマークに対するアクティブ運用に加えて、スマート β 運用¹や集中投資戦略²をはじめとするノンベンチマーク運用などを活用する多様化が進んで久しい。

政策アセットミックスを構成する資産の中でも、株式は相対的にリスクが高く、かつ戦略のバリエーションも数多くあり、株式ポートフォリオのリスク特性を把握することは、ポートフォリオ全体のリスク管理上重要と考えられる。リスク管理の手法として保有銘柄などのポジション情報から分析を行う方法が存在するが、そういったサービスを導入していないアセットオーナーにとって株式ポートフォリオ全体の分析を行うことはややハードルが高い。

そこで本稿では、リスク管理のうちスタイル管理に焦点をあて、株式のプロダクトやポートフォリオに対して、スタイルの特性を持つスマート β 指数のリターンデータを使用した分析方法を紹介し、株式ポートフォリオの新たなスタイル管理の方法を検討する。

¹ スマート β 運用とは、一般的な時価総額加重指数をベンチマークとした運用の効率改善を目的に、スマート β 指数をベンチマークとした運用のことをいう。スマート β 運用には①ファクターへの投資、②時価総額加重方式によらない指数算出、③ルール・ベースの運用といった特徴があり、時価総額加重指数をベンチマークとする運用とは異なるアプローチで対象資産への投資が可能となる。

² 集中投資戦略とは、運用コンセプトに合致した企業に厳選して投資を行う戦略のことを指す。平均的なアクティブプロダクトと比較して保有銘柄数が少ない場合が多い。

Ⅱ. スマートβファクターについて

株式ポートフォリオのストラクチャーを管理する方法の1つとして、スタイルファクターを利用した特性分析がある。スタイルファクターとは、市場ファクター(市場β)以外で価格変動に影響を与える銘柄共通の要因のことをいう。代表的なものとしてサイズ、バリュウ／グロースファクター等が存在し、これらのファクターで株式ポートフォリオの特性を把握する方法は古くより実践されてきた。

また 2010 年代以降スマートβ運用が広がりを見せており、運用会社が多様なプロダクトを提供する一方、アセットオーナーも時価総額加重指数を上回るパフォーマンスをめざす目的や、既存のアクティブプロダクトの代替目的として導入するなど、より身近な選択肢となっている。スマートβ指数を通じて投資されるスタイルファクター(以下、スマートβファクター)としてボラティリティ、バリュウ、高配当、モメンタム、クオリティ等が存在しており、代表的な例としてボラティリティファクターに着目した最小分散戦略を株式ポートフォリオに組み入れるアセットオーナーが多くみられた。一方、成長企業投資が堅調であることも手伝い、近年ではクオリティファクターへの注目が集まる等、組み入れられるファクターの種類も多様化しつつある。そうしたなか、スマートβファクターを切り口としてプロダクトの特徴を把握することは株式ポートフォリオのストラクチャーを検討するうえで有用と考えられる。

本章では、スマートβファクターの特徴を紹介するとともに、スマートβ指数を用いてリスク・リターン特性を確認していく。

1. スマートβファクターの特徴

ボラティリティ

証券価格の変動幅(ボラティリティ)に着目したファクター。ボラティリティが低い銘柄は同ファクターの特性が表れやすい。市場下落局面で有利となりやすい一方、市場上昇局面では劣後しやすい傾向がみられる。

バリュウ

企業価値(純資産や利益等)に対する株価の割安度合いに着目したファクター。長期的にみて割安な銘柄への投資は割高な銘柄への投資をアウトパフォームする傾向がみられる。

高配当

配当利回りに加え、配当性向や配当持続性に着目したファクター。金利上昇局面等、配当利回りの魅力度が低下する局面では市場リターンに劣後しやすい一方、市場下落局面では有利となりやすい傾向がみられる。

モメンタム

過去の株価の動きに着目したファクター。過去一定期間においてパフォーマンスが相対的に良好な銘柄は同ファクターの特性が表れやすい。平時に良好なパフォーマンスとなる一方、相場転換点では市場リターンに対して劣後する傾向がみられる。

クオリティ

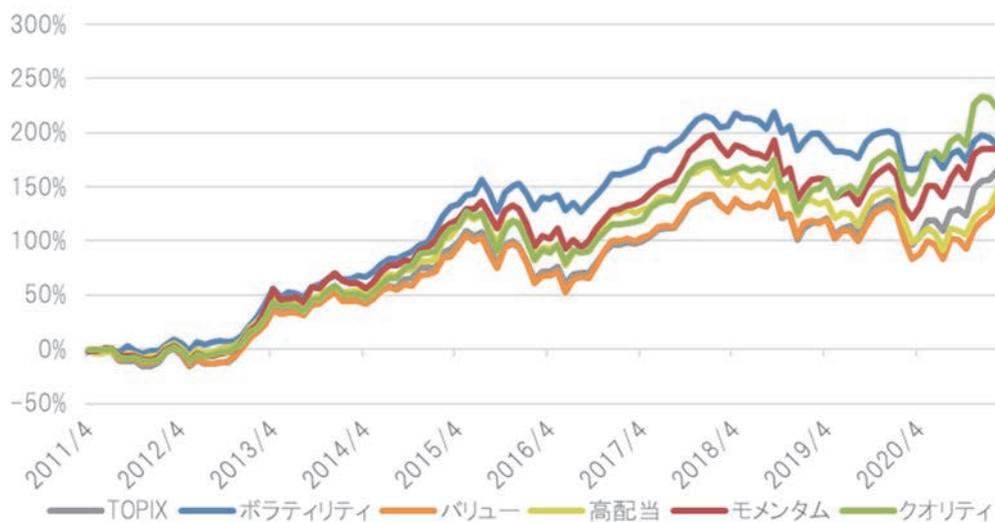
収益性の高さ、利益の持続性、レバレッジ³の低さ等で評価される「企業の質」に着目するファクター。同ファクターは質の高い銘柄のリターン傾向を表すものである。市場下落局面では市場リターンよりも有利になりやすい傾向がみられ、長期的にも安定的なリターンとなる傾向がある。

2. スマートβ指数のリスク・リターン特性

スマートβ指数⁴の過去10年(2011年4月～2021年3月)の実績から特徴をみていく。

(1) 国内株式市場

図表1：累積リターンの推移(2011/4～2021/3)



³ 企業の資本構造における、自己資本に対する借入金等の他人資本の割合をいう。

⁴ スマートβ指数は様々なベンダーが提供を行っているが、今回の分析では弊社がiSTOXX社と共同で開発を行ったiSTOXX MUTB indexを使用。使用したスマートβ指数は以下のとおり。類似したスマートβ指数であってもベンダーごとに組成方法が異なるため、ファクター特性にも影響が生じる点に留意が必要。

<国内株式>

ボラティリティ：iSTOXX MUTB Japan Minimum Variance Index、バリュー：iSTOXX MUTB Japan Value 300 Index、高配当：iSTOXX MUTB Japan Quality Dividend100 Index、モメンタム：iSTOXX MUTB Japan Momentum 300 Index、クオリティ：iSTOXX MUTB Japan Quality 150 Index

<外国株式>

ボラティリティ：iSTOXX MUTB Global ex Japan Minimum Variance Index、バリュー：iSTOXX MUTB Global ex Japan Value 600 Index、高配当：iSTOXX MUTB Global ex Japan Quality Dividend250 Index、モメンタム：iSTOXX MUTB Global ex Japan Momentum 600 Index、クオリティ：iSTOXX MUTB Global ex Japan Quality150 Index

年度	TOPIX	ボラティリティ	バリュー	高配当	モメンタム	クオリティ
累積収益率	179.4%	210.4%	153.3%	167.3%	208.1%	240.8%
① リターン(年率)	10.8%	12.0%	9.7%	10.3%	11.9%	13.0%
② リスク(年率)	16.6%	12.7%	17.1%	15.4%	16.1%	15.6%
①/②	0.65	0.94	0.57	0.67	0.74	0.84

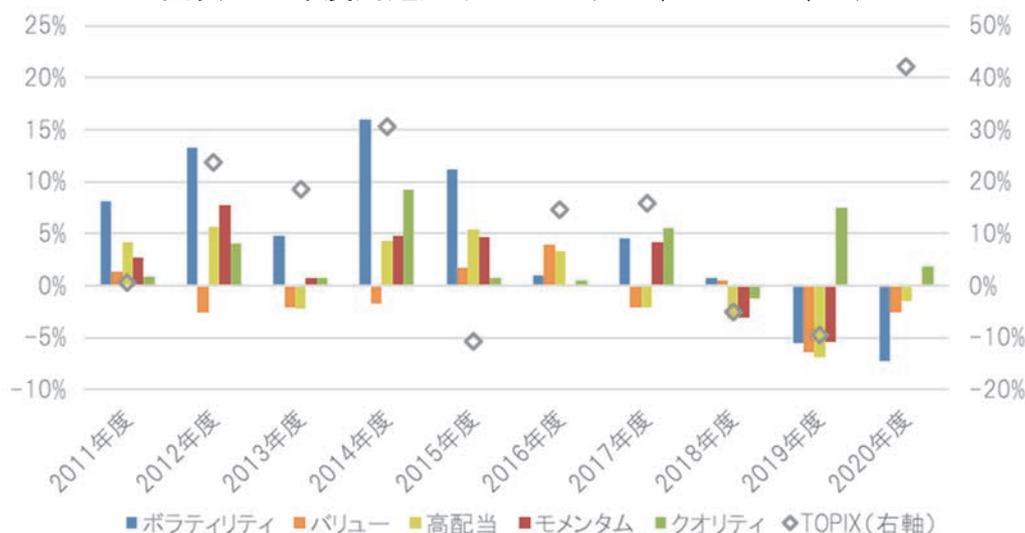
【出所】 指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ リターン(年率)で見ると、ボラティリティ・モメンタム・クオリティが TOPIX を上回る
- ・ リターンをリスクで割った運用効率ではボラティリティ・高配当・モメンタム・クオリティが TOPIX を上回る

指数リターンでみた場合、リスク・リターン水準に違いがあるものの市場(TOPIX)に連動して動く割合が大きく、各スマートβ指数の特徴が捉えにくい。そこで各スマートβ指数の特徴をより明確に把握するため、以下式のとおり、各スマートβ指数リターンから市場βに連動するリターン部分を除いたβ調整後超過リターンの年度別値(図表2)と相関(図表3)を確認する。

$$\beta \text{ 調整後超過リターン} = \text{スマート} \beta \text{ 指数リターン} - \text{市場連動度合}(\beta) \times \text{TOPIX リターン}$$

図表2：年度別超過リターン(2011/4～2021/3)



【出所】 指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ ボラティリティは 2018 年度までは市場上昇・下落両局面において超過リターンを獲得しているが、2019・2020 年度は超過リターンはマイナスとなっている。
- ・ バリューの超過リターンはマイナスの割合が多いが、特に TOPIX が大きなプラスとなった年度でマイナスとなる傾向がみられる。
- ・ 高配当は 2016 年度までは市場上昇・下落両局面でプラスの超過リターンが多かったが、2017 年度以降はマイナスの超過リターンとなっている。
- ・ モメンタムの超過リターンはプラスが多いが、コロナショックがあった 2019 年度は比

較的大きなマイナスの超過リターンとなっている。

- クオリティは 2018 年度を除き超過リターンはプラスとなっており、市場上昇・下落両局面で超過リターンを獲得できている。

図表 3 : 超過リターン相関

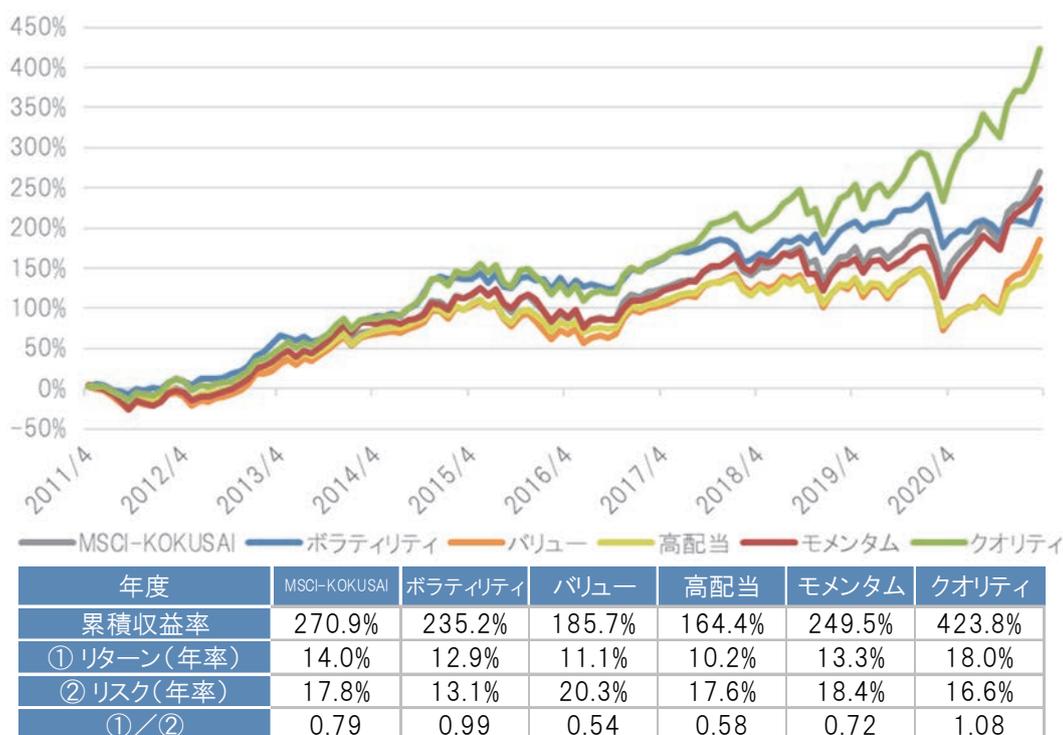
	ボラティリティ	バリュー	高配当	モメンタム	クオリティ
ボラティリティ	1.00				
バリュー	0.09	1.00			
高配当	0.33	0.79	1.00		
モメンタム	0.63	Δ0.09	0.01	1.00	
クオリティ	0.28	Δ0.32	Δ0.22	0.39	1.00

【出所】 指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- 一部相関が高い組み合わせ(ボラティリティとモメンタム、バリューと高配当)があるものの、全体として相関は低位となっている。

(2) 外国株式市場

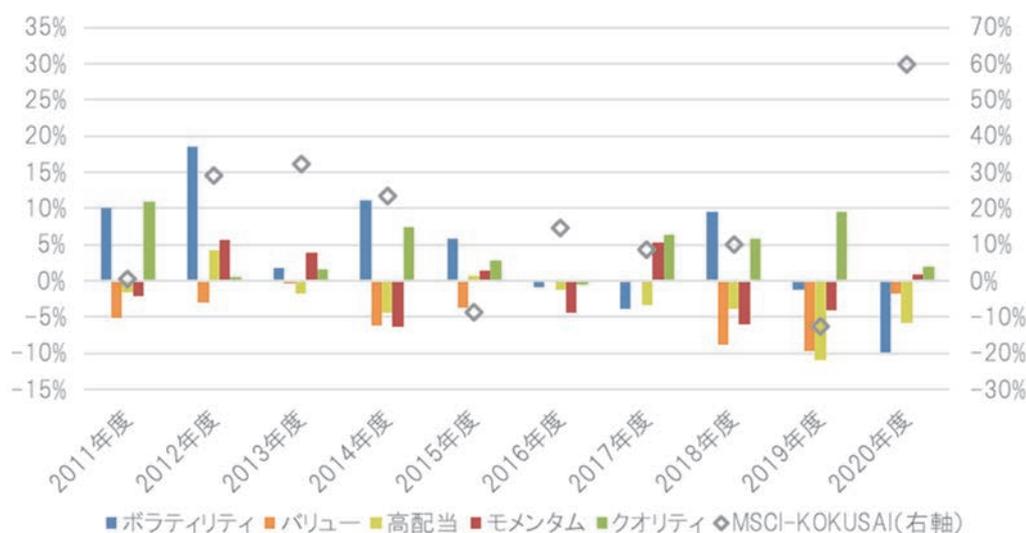
図表 4 : 累積リターンの推移(2011/4 ~ 2021/3)



【出所】 指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- リターン(年率)で見ると、クオリティのみが MSCI-KOKUSAI を上回る
- リターンをリスクで割った運用効率ではボラティリティ・クオリティが MSCI-KOKUSAI を上回る

図表5：年度別超過リターン(2011/4～2021/3)



【出所】 指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ ボラティリティは市場上昇・下落両局面で超過リターンのプラスが多いものの、超過リターンがマイナスとなっているのは市場上昇局面が多い。
- ・ 市場上昇局面が多い中、バリュー・高配当は超過リターンのマイナスの割合が多い。
- ・ モメンタムの超過リターンはプラスとマイナスの年度が同程度で明確な傾向はみられない。
- ・ クオリティは2016年度を除き超過リターンはプラスとなっている。

図表6：超過リターン相関

	ボラティリティ	バリュー	高配当	モメンタム	クオリティ
ボラティリティ	1.00				
バリュー	Δ0.17	1.00			
高配当	0.44	0.64	1.00		
モメンタム	Δ0.09	0.03	Δ0.04	1.00	
クオリティ	0.11	Δ0.43	Δ0.31	Δ0.02	1.00

【出所】 指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ バリューと高配当の相関がやや高いものの、全体的に相関は低位となっている。

(3) まとめ

- ・ 指数ごとのリスク・リターン水準に違いがみられることや、超過リターンの動きや相関にばらつきがあることから、各指数は固有の特性を有していると推察できる。これらの指数リターンの動きとプロダクトや株式ポートフォリオのリターンとの連動性を分析することで、プロダクトや株式ポートフォリオのスタイル傾向が把握できると考えられる。
- ・ またポートフォリオのスタイルの偏りを把握することで、特定のスマートβファクターに関し強い相場観があればそのファクターリスクを高め、または意図しないスタイルの

- 偏りがあれば分散を図る等、適切なスタイル管理を行うことができるものとする。
- 一般的なスタイル分析では、プロダクトに組み入れられている個々の銘柄に遡って、財務データやリターンデータを取得し分析を行う必要がある。しかし、スマートβ指数の活用により、プロダクトのリターンデータからスタイル分析を行うことが可能となるため、分析の取り組みやすさという点でメリットがある。

Ⅲ. 株式スタイル分析の概要

本章では国内株式を例にスマートβ指数を用いた分析方法をご紹介します、その分析がアクティブプロダクトに対してどの程度説明力があるかを確認する。そのうえで、こうしたプロダクトを組み入れたポートフォリオ全体の管理にスマートβ指数を利用する方法を試みる。

1. 分析方法

本分析では、プロダクトの月次リターンをスマートβファクターリターンで回帰することでプロダクトのスタイルの偏りを確認する。なお、スマートβファクターリターンには前章Ⅱで紹介したスマートβ指数のβ調整後超過リターンを用いた。具体的な手順は以下のとおり。

- (1) 以下の式のように、左辺に目的変数としてプロダクトリターンをおき、右辺に説明変数としてTOPIXリターンとスマートβファクターリターンをおいて重回帰分析する。

$$\text{プロダクトリターン} = \alpha + \beta \cdot \text{TOPIXリターン} + \sum \gamma_i \cdot \text{スマート}\beta\text{ファクターリターン}$$

α : プロダクト固有のリターン要因を示す切片項

β : TOPIX との連動度合いを表す重回帰係数

γ_i : スマートβファクターリターンとの連動度合いを表す重回帰係数

- (2) 重回帰分析によって得られる各説明変数との連動度合い(γ_i)から、プロダクトのスタイル特性を把握するとともに、標榜している運用戦略との整合性等を確認する。
- (3) 個別プロダクトを組み合わせてモデルポートフォリオを作成した上で同様の分析を行い、スタイルの偏りや個別プロダクトとの関係を検証する。

説明変数に用いるスマートβファクターは、ボラティリティ、バリュー、高配当、クオリティを採用する。前章Ⅱで言及したモメンタムについては、年金運用においては中長期的にプロダクトを保有することが多く、短期的なモメンタムリターン獲得のためにプロダクトを入れ替えることは一般的でないため、今回は説明変数から除外した。

2. 分析期間・分析対象

分析期間・分析対象等については以下のとおり。

- ・ 期間：5年間(アクティブプロダクトの評価期間を5年と想定)
- ・ 分析プロダクト：リスク抑制型戦略、優良株戦略、高配当株戦略、割安株戦略、成長株戦略、集中投資戦略を主な戦略とする国内株式アクティブプロダクト
 ※アクティブ運用でよくみられるリスク抑制型戦略、優良株戦略、高配当株戦略、割安株戦略、成長株戦略に加え、近年年金運用で組入れが広がっている集中投資戦略にフォーカス
- ・ プロダクト選定条件：上記戦略ごとに、eVestment 社⁵が提供する5年間(2016年4月～2021年3月)の累積リターン上位2プロダクトを分析対象に選定(図表7)
 ※但し、優良株戦略は選定の結果、1プロダクトのみ該当

図表7：分析対象となるアクティブプロダクト

プロダクト	主たる戦略
アクティブA	リスク抑制型戦略
アクティブB	リスク抑制型戦略
アクティブC	優良株戦略
アクティブD	高配当株戦略
アクティブE	高配当株戦略
アクティブF	割安株戦略
アクティブG	割安株戦略
アクティブH	成長株戦略
アクティブI	成長株戦略
アクティブJ	集中投資戦略
アクティブK	集中投資戦略

【出所】三菱UFJ信託銀行作成

3. 分析モデルの説明力

上記分析モデルの説明力を確認するために、図表7のアクティブA(リスク抑制型戦略)を例として、①TOPIXのみで回帰を行った場合(以下、単回帰)、②TOPIXにスマートβファクターを加えた上記分析モデルで分析した場合(以下、重回帰)の結果を用いて検証を行う。

単回帰と重回帰によって得られた切片と各説明変数の連動度合い(γ_i)は図表8のとおり。

図表8：回帰分析結果

	切片	β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
①単回帰	-0.0001	0.72				
②重回帰	0.0017	0.72	0.56	0.27	0.23	-0.05

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

【結果の解釈例】

- ・ β は市場(TOPIX)の連動度合いを示し、1であれば市場と同程度に連動することを意

⁵ eVestment社はナスダック傘下の機関投資家向け情報ベンダー

味する。②重回帰の β は 0.72 であることから、市場との連動が抑制されていると解釈できる。

- ・ ボラティリティ、バリュー、高配当、クオリティの数値は各スマート β ファクターの特性の強さを示しており、プラスの値が大きいほどその特性が強く、マイナスの値であればそのファクターに関して逆の特性を持つと解釈できる。例えば、②重回帰のバリューは 0.27 であることから、バリュー特性を有していると解釈できる。一方、バリューの数値がマイナスであればグロース特性を有するといえる。また、ボラティリティは 0.56 であることから強いボラティリティ特性(ボラティリティを抑制した運用)を有していると解釈できる。

次に、重回帰によって得られた上記連動度合い(γ_i)と各説明変数のリターンを掛け合わせることで得られる理論値と、プロダクトの実績値を比較することで、モデルの当てはまり度合いを確認する。

結果は図表 9 のとおりであるが、単回帰の折れ線の動きに比べて、重回帰の折れ線の動きの方が実績の動きに近くなっている。また、モデルの当てはまり度合いを示す決定係数についても、単回帰が 0.85 に対して重回帰が 0.94 となっており、TOPIX のみでリターンの動きを説明するよりもスマート β ファクターを追加したモデルの説明力が高くなっている。

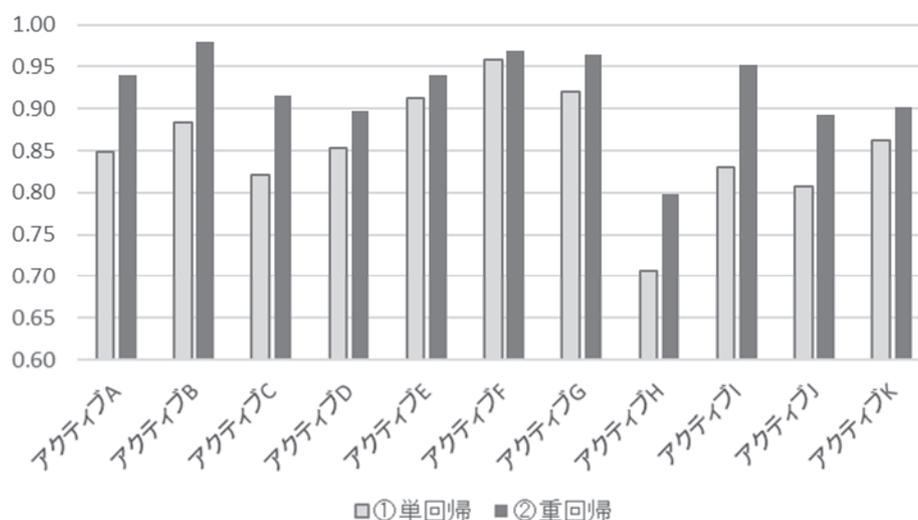
図表 9 : 累積リターン推移



【出所】 eVestment 社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

また、図表 10 は今回の分析対象プロダクトの単回帰と重回帰の決定係数を一覧化したものである。程度の差はあるが、どのプロダクトも単回帰よりも重回帰の決定係数が高く、スマート β ファクターを加えることでモデルのリターンに対する説明力が向上することが確認できる。

図表 10：単回帰と重回帰の決定係数



【出所】 eVestment 社のデータ、指数データより三菱 UFJ 信託銀行作成

IV. 分析結果と考察

本章では、前章にて説明した手法に基づき分析した結果について確認していく。まず、個別プロダクトについて各戦略の特徴を分析によって捉えることができるかを確認する。そのうえで、個別プロダクトを組み合わせる株式ポートフォリオを構築し、株式ポートフォリオの分析結果を踏まえてスタイル管理する方法を示す。

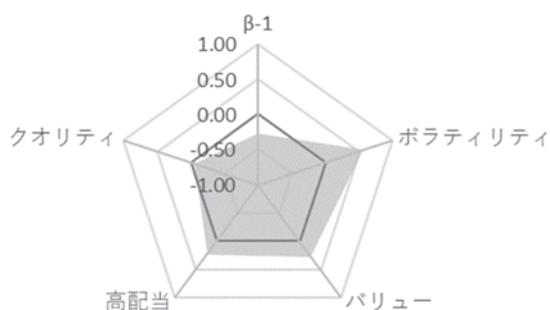
1. 個別プロダクト

考察に入る前に、以下で示している図表の見方について補足する。レーダーチャートは、各スマート β ファクターとの連動度合い (γ_i) の値をグラフ化したもの、レーダーチャート下の表は連動度合い (γ_i) の値を示したものである。

β (市場ファクター) について、レーダーチャート下の表では「 β 」、レーダーチャートでは「 $\beta - 1$ 」と表記している。これは、他ファクターは市場の影響を排除 (β 調整) しており、市場ファクターも平仄をとった方がファクターの偏りを把握しやすいため、 β についても 1 を引いて表記した。

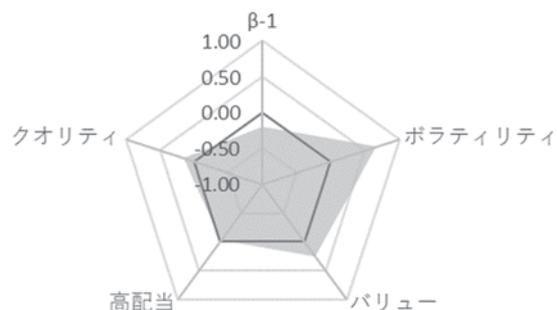
(1) リスク抑制型戦略を標榜するアクティブプロダクト

アクティブA



β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
0.72	0.56	0.27	0.23	-0.05

アクティブB



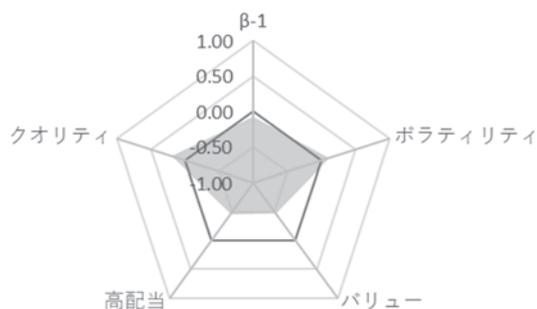
β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
0.80	0.67	0.25	-0.02	0.15

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ アクティブA、Bともコンセプトとおりボラティリティがプラスであり、 β も抑制されている。また、アクティブAはバリューと高配当がプラスである一方、アクティブBはバリューとクオリティがプラスとなっている。

(2) 優良株戦略を標榜するアクティブプロダクト

アクティブC



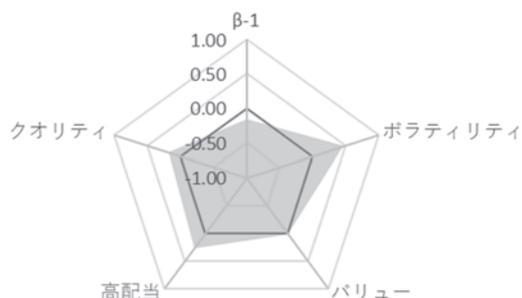
β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
0.93	0.11	-0.47	-0.47	0.20

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ クオリティがプラスであるとともに、バリュー・高配当がマイナスとなっている。

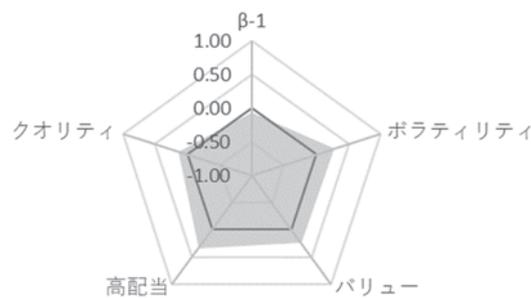
(3) 高配当株戦略を標榜するアクティブプロダクト

アクティブD



β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
0.84	0.46	0.02	0.26	0.19

アクティブE



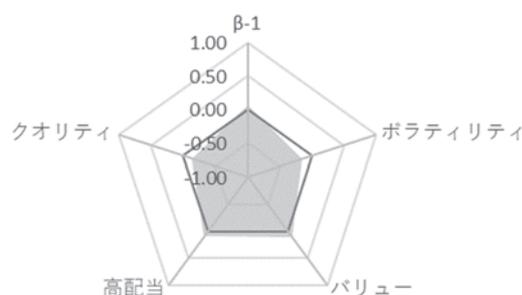
β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
0.94	0.28	0.25	0.34	0.14

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ アクティブD、Eともに高配当がプラス。 β が抑制されている一方、高配当以外もプラスとなっている。

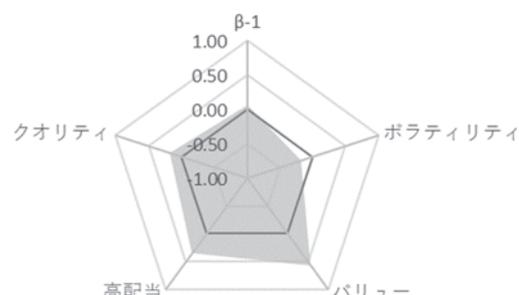
(4) 割安株戦略を標榜するアクティブプロダクト

アクティブF



β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
1.05	-0.15	0.12	0.09	-0.13

アクティブG



β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
1.06	-0.18	0.57	0.35	0.17

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

- ・ アクティブF、Gともにバリューがプラス。また、アクティブGのバリューが0.57に対し、アクティブFは0.12となっており、バリュー度合いに差が生じている。

(5) 成長株戦略を標榜するアクティブプロダクト



【出所】 eVestment 社のデータ、指数データより三菱 UFJ 信託銀行作成

- ・ アクティブ H、I ともにバリューがマイナスとなっており、グロース特性が確認できる。
- ・ アクティブ H はバリューのマイナス度合いが大きくより強いグロース特性がみられる一方、アクティブ I はクオリティが比較的大きなプラスとなっている。

(6) 集中投資戦略を標榜するアクティブプロダクト



【出所】 eVestment 社のデータ、指数データより三菱 UFJ 信託銀行作成

- ・ アクティブ J はバリューが大きくマイナスとなっており、強いグロース特性がみられ、クオリティもプラスとなっている。
- ・ アクティブ K は高配当が大きくプラスとなっているとともに、ボラティリティもプラスとなっている。
- ・ 集中投資戦略は運用コンセプトに合致する企業を厳選して投資をおこなうため、銘柄分散の度合いが小さい分スタイルの偏りが生じやすい可能性があり、分析を通じてスタイル特性を捉える意義は大きいと考えられる。

各分析結果から、本分析を通じてプロダクトの主要な特徴を捉えられることを確認できる。また、同様の戦略であっても各スマート β ファクターへの偏り度合いに違いが生じていることがわかる。

2. 株式ポートフォリオ

次に、前節で分析を行った個別のアクティブ戦略プロダクトとパッシブプロダクトを組み合わせて株式ポートフォリオを構築して全体の分析をおこなう。

組み入れるプロダクトや各構成比率は図表 11 のとおり。まず、年金給付やリバランス対応のためにパッシブプロダクトを 40%組み入れる(同比率は弊社バランス型プロダクトのスタイルミックスにおける平均的な割合を参考とした)。次に、残り 60%は運用効率改善やアクティブ収益獲得を目的としてグロース特性の強いプロダクトであるアクティブ C・アクティブ H・アクティブ J を 20%ずつ組み入れる。

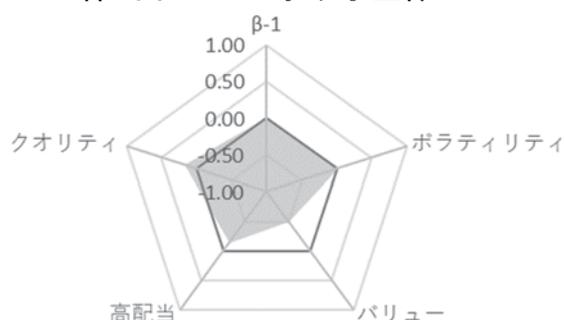
図表 11：株式ポートフォリオのプロダクト構成

	構成比	組み入れ目的
パッシブ	40%	給付・リバランス対応
アクティブC(優良株戦略)	20%	運用効率改善
アクティブH(成長株戦略)	20%	アクティブ収益獲得
アクティブJ(集中投資戦略)	20%	

【出所】三菱UFJ信託銀行作成

株式ポートフォリオ全体の分析結果は以下のとおり。グロース特性の強いプロダクトを多く組み入れたことにより、株式ポートフォリオ全体もバリューが-0.49とグロース特性を示している。

株式ポートフォリオ全体



β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
1.01	0.02	-0.49	-0.14	0.16

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

次に上記分析結果を踏まえてスタイル分散を行う例として、プロダクトを一部入れ替えてグロース特性の緩和を試みる。例えば組み入れプロダクトの構成比は図表 12 のとおりとし、アクティブ C・アクティブ H・アクティブ J を 10%に引き下げ、アクティブ A・アクティブ D・アクティブ F を 10%ずつ組み入れたポートフォリオを分析する。

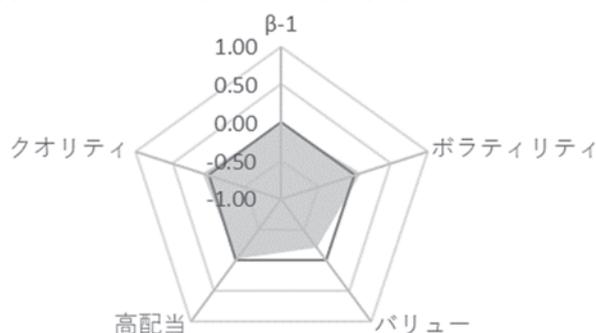
図表 12：株式ポートフォリオ(見直し後)のプロダクト構成

	構成比	組み入れ目的
パッシブ	40%	給付・リバランス対応
アクティブC(優良株戦略)	10%	運用効率改善
アクティブA(リスク抑制型戦略)	10%	
アクティブD(高配当株戦略)	10%	
アクティブH(成長株戦略)	10%	アクティブ収益獲得
アクティブJ(集中投資戦略)	10%	
アクティブF(割安株戦略)	10%	

【出所】三菱UFJ信託銀行作成

結果は以下のとおり。バリューが-0.21となり元のポートフォリオと比べてグロース特性が緩和したことが確認できる。また、特性の異なるプロダクト数を増やすことでスタイル分散がなされ、各スマートβファクターへの偏りが相対的に小さくなっている。

株式ポートフォリオ全体(見直し後)



β	ボラティリティ	バリュー	高配当	クオリティ
0.96	0.10	-0.21	-0.01	0.08

【出所】eVestment社のデータ、指数データより三菱UFJ信託銀行作成

今回の分析例ではスタイル分散を行うことを目的としたが、特定のスマートβファクターに対して強い見通しがあるのであれば、その特性を有するプロダクトに入れ替えて株式ポートフォリオ全体でスタイルの偏りがどのように変化したかを確認することも可能である。実際の運用においても、株式ポートフォリオ全体の特性が意図したものになっているか把握し、必要に応じてプロダクトの入れ替えを行いスタイルの調整を行うことが望ましい。

3. まとめ

本章IVでは前章IIIでご紹介した分析方法で個別プロダクトと株式ポートフォリオ全体のスタイル分析を行った結果を示した。

個別プロダクトの分析では、各プロダクトの主要な特徴を捉えることと共に、主要戦略以外に有しているスマートβファクターについても合わせて把握可能なことを示した。また分析結果から、同様の戦略であっても各スマートβファクターへの偏り度合いに違いがあることを確認した。本分析結果とプロダクトの実際のポジション情報や投資行動を照らし合わせることで、よりプロダクトに対する理解を深められるものとする。

株式ポートフォリオ全体の分析では、個別プロダクトを組み合わせた株式ポートフォリオ全体のスマート β ファクターを把握した後、プロダクトの入れ替えによる効果を確認し、スタイル管理が可能なことを示した。前述のとおり同様の戦略を標榜しているプロダクトであってもスマート β ファクターへの偏り度合いに差があり、株式ポートフォリオ全体への影響度合いも異なることから、標榜している戦略にのみ注目してプロダクトを組み合わせてもアセットオーナーが想定している株式ポートフォリオのスタイル特性と実態に乖離が生じている場合もあると考えられる。プロダクト単体のスタイル特性に加えて株式ポートフォリオ全体のスタイル特性を定量的に把握することで、より適切なスタイル管理を行うことができるものとする。また、スタイル特性は時間経過とともに変化するため、定期的に検証を行うことが望ましい。

V. 終わりに

近年では、年金ポートフォリオにおいて伝統的資産から低流動なオルタナティブ資産等へと投資領域の拡大が進んでいるが、株式保有の割合は依然として一定程度あり、そのポートフォリオへの影響は相対的に大きい。株式ポートフォリオ管理の切り口としては地域や業種等、様々なものがあるが、運用スタイルによる特性把握も重要な視点といえよう。本稿ではスマート β 指数のリターンデータを用いた株式プロダクト・ポートフォリオのスタイル分析手法を紹介した。この手法はリターンデータのみで分析が可能となるため、より幅広いアセットオーナーが活用できる実践的、かつ、簡便的で利便性の高い手法と考える。また、株式ポートフォリオ全体で運用スタイルの把握・管理をすることで、年金ポートフォリオ全体のリスク管理高度化を図れるものと期待する。

今回の分析ではスマート β ファクターを説明変数として用いたが、新たなスタイルファクターの発案、運用への導入が常に模索されている。その時々々の運用環境に応じて説明変数を入れ替えることで、新たな切り口での分析を行うことも可能であるとする。

(2021年10月20日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・『資産運用の本質 ファクター投資への体系的アプローチ』アンドリュー・アング [2016]
- ・『世界の年金基金で進むスマートベータの導入』野村資本市場研究所 [2014]
- ・『バリューを見出す』MSCI [2015]
- ・『クオリティへの逃避』MSCI [2015]
- ・『モメンタムに乗る』MSCI [2015]
- ・『株式利回りの獲得』MSCI [2015]
- ・『低ボラティリティ戦略の構築』MSCI [2016]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）